

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620081152120

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

机构持股的公司治理偏好及影响

——基于董事会治理指数的实证研究

Preference and Influence of Institutional Investors on
Corporate Governance

-An In-depth Study Based On Board Governance Index

卢美伟

指导教师姓名: 蔡庆丰 副教授

专 业 名 称: 投资学

论文提交日期:

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2011 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘要

20 世纪 80 年代以来,发达国家机构投资者的行为模式逐渐由简单地使用“华尔街规则”(Wall Street Rule)转变为推崇“股东积极主义”(Shareholder Activism),学术界对机构投资者参与公司治理的研究亦迈上了一个新的台阶。2001 年,我国证券监管当局提出“超常规发展机构投资者”的思路,我国资本市场的机构投资者经历了十年的黄金发展,投资主体机构化已成为我国资本市场的一个显著特征。我国的机构投资者总体及个体对上市公司治理机制的偏好及影响是如何的呢?是单纯地遵循“用脚投票”的原则,还是奉行了“股东积极主义”,积极参与了公司治理?

本文介绍了机构投资者参与公司治理的原因和途径,分析了影响我国机构投资者参与公司治理的内外部因素。通过构建董事会治理指数这个良好的公司治理代理变量,本文发现我国公司治理总体处于中等水平,并且随着时间变化不断改善。通过建立面板数据模型,运用 OLS 和 IV 工具变量法进行回归结果比较参照,本文发现机构投资者总体和证券投资基金同时采用“用脚投票”和“股东积极主义”的策略,而其他机构个体既不显示出对治理机制良好的上市公司的偏好,又没有促进上市公司的治理机制。在此基础上,本文针对我国机构投资者发展及参与公司治理过程中存在的突出问题,提出相应的对策建议。

本文创新性地构建了董事会治理指数,并在细分机构类型研究、OLS 和 IV 回归结果比较、增加样本时间跨度和控制变量维度方面有所贡献,努力做到定性和定量研究相结合,为上市公司治理机制的改善和机构投资者结构的协调发展提供参考。

关键词: 机构投资者; 公司治理; 董事会治理指数

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

Since the 1980s, the behavior of institutional investors in the well-developed countries gradually changes from Wall Street Rule to Shareholder Activism. The study of institutional investors participating in the corporate governance has reached a new level. With the advocacy of “Energetically Promoting Institutional Investors” from the Security Regulatory Commission in 2001, institutional investors in China undergo ten golden years. Investor institutionalization has gradually become a notable feature in China. What are the preference and the influence of institutional investors on the corporate governance? Are the institutional investors choosing Wall Street Rule, or Shareholder Activism?

This thesis introduces reasons and ways of institutional investors participating in corporate governance and analyses internal and external factors which influence institutional investors participating in corporate governance. Constructing board governance index which is good proxy for corporate governance, this thesis finds that level of corporate governance in China is medium and gradually becomes better. Based on the panel data, we use OLS and IV method to regress the models, finding that total institutional investors and funds choose both Wall Street Rule and Shareholder Activism, but other institutional investors choose neither. After that, this thesis conducts an in-depth analysis on the reasons why most of institutional investors fail to improve the corporate governance and then provides several corresponding policy suggestions at the end of the paper.

This thesis creatively constructs board governance index and has some contributions on subdividing institutional investors researching, comparison of OLS and IV regression results, expanding time span of the sample and increasing dimensionality of control variables. Combining qualitative analysis and quantitative analysis, this thesis tries to provide reference to the improvement of corporate governance and coordinated development of institutional investors.

Key Words: Institutional Investor; Corporate Governance; Board Governance Index

目录

第一章 导论	1
1.1 选题背景和研究意义	1
1.2 研究思路和研究框架	2
1.2.1 研究思路.....	2
1.2.2 研究框架.....	3
1.3 研究创新和未来展望	3
1.3.1 研究创新.....	3
1.3.2 研究展望.....	4
第二章 相关理论文献回顾	5
2.1 机构投资者参与公司治理行为：“消极主义”与“积极主义”	5
2.1.1 “消极主义”	5
2.1.2 “积极主义”	6
2.2 机构投资者参与公司治理视角：“特定事件研究”与“公司治理偏好”	8
2.2.1 “特定事件研究”	8
2.2.2 “公司治理偏好”	10
第三章 机构投资者参与公司治理的动因和途径.....	12
3.1 机构投资者参与公司治理的原因	12
3.2 机构投资者参与公司治理的途径	13
第四章 我国机构投资者的发展及影响其参与公司治理的因素.....	16
4.1 我国机构投资者的发展	16
4.1.1 证券投资基金.....	16
4.1.2 证券公司.....	17
4.1.3 社保基金.....	19
4.1.4 保险公司.....	20
4.1.5 合格境外机构投资者.....	21
4.1.6 企业年金.....	22
4.1.7 信托公司.....	23
4.2 影响我国机构投资者参与公司治理的内外部因素	24
4.2.1 影响机构投资者参与公司治理的内部因素.....	24
4.2.2 影响机构投资者参与公司治理的外部因素.....	26
第五章 机构投资者对公司治理机制偏好及影响的实证研究.....	28
5.1 样本、变量的选取及模型的构建	28
5.1.1 样本的选取.....	28
5.1.2 变量的选取.....	28
5.1.3 变量的描述性统计.....	30
5.1.4 模型的构建.....	31

5.2 实证检验结果及分析	32
5.2.1 八类机构投资者对公司治理机制的偏好和影响.....	32
5.2.2 机构投资者总体对公司治理机制的偏好及影响.....	33
5.3 稳健性检验	35
第六章 主要结论及政策建议	36
6.1 主要结论	36
6.2 政策建议	37
附 表.....	40
参考文献	55
致 谢.....	61

Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Background and motivation.....	1
1.2 Research Idea and Research Framework.....	2
1.2.1 Research Idea	2
1.2.2 Research Framework	3
1.3 Innovations and Further Studies	3
1.3.1 Innovations.....	3
1.3.2 Further Studies	4
Chapter 2 Literature Review	5
2.1 Behavior of Institutional Investors on Corporate Governance:“Wall Street Rule” and “Shareholder Activism”	5
2.1.1 “Wall Street Rule”	5
2.1.2 “Shareholder Activism”	6
2.2 View of Institutional Investors on Corporate Governance:“Special Event Research” and “Preference for Corporate Governance”.....	8
2.2.1 “Special Event Research”	8
2.2.2 “Preference for Corporate Governance”	10
Chapter 3 Reasons and Ways for Institutional Investors on Corporate Governance.....	12
3.1 Reasons for Institutional Investors on Corporate Governance.....	12
3.2 Ways for Institutional Investors on Corporate Governance.....	13
Chapter 4 Development of Institutional Investors in China and factors of influencing Institutional Investors on Corporate Governance.....	16
4.1 Development and Status of Institutional Investors in China	16
4.1.1 Mutual Funds	16
4.1.2 Securities.....	17
4.1.3 Social Security Funds	19
4.1.4 Insurance Companies	20
4.1.5 QFII.....	21
4.1.6 Annuity.....	22
4.1.7 Trust	23
4.2 Internal and External Factors of Influencing Institutional Investors on Corporate Governance	24
4.2.1 Internal Factors of Influencing Institutional Investors on Corporate	

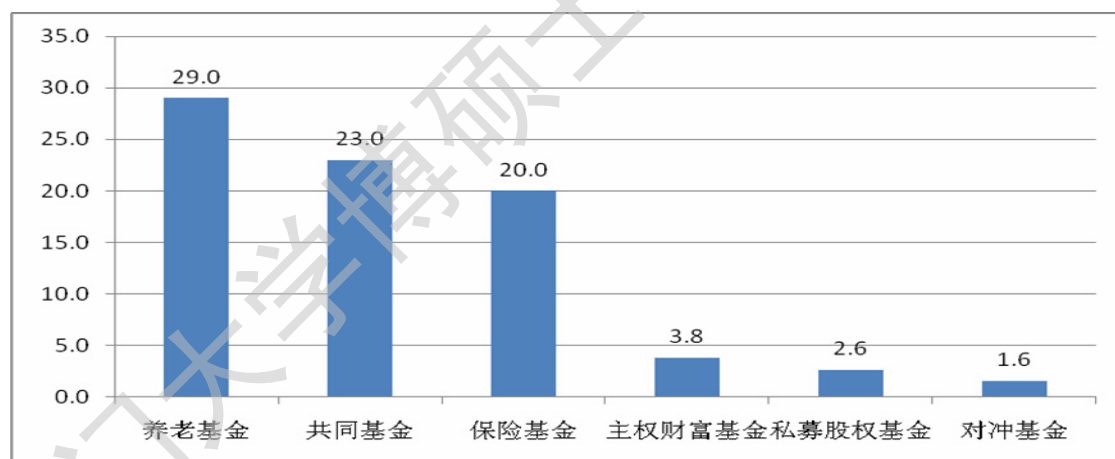
Governance	24
4.2.2 External Factors of Influencing Institutional Investors on Corporate Governance	26
Chapter 5 Preference and Influence of Institutional Investors on Corporate governance: Empirical Study.....	28
5.1 Choosing of Data Samples and Variables and Model Construction	28
5.1.1 Choosing of Data Samples.....	28
5.1.2 Choosing of Variables	28
5.1.3 Descriptive Statistics of Variables.....	30
5.1.4 Model Construction	31
5.2 Results and Analysis of Empirical Study	32
5.2.1 Preference and Influence of Individual Institutional Investor on Corporate governance	32
5.2.2 Preference and Influence of Overall Institutional Investors on Corporate governance	33
5.3 Robustness Test	35
Chapter 6 Major Conclusions and Policy Proposals	36
6.1 Major Conclusions	36
6.2 Policy Proposals	37
Tables.....	40
References	55
Acknowledgements	61

第一章 导论

1.1 选题背景和研究意义

机构投资者的崛起是近 30 年来全球金融市场最引人关注的重大变化之一，投资主体机构化已日渐成为发达金融市场的一个显著标志。伦敦国际金融服务局（IFSL）数据显示，截止 2009 年末，在全球范围内以养老基金、证券投资基金、保险基金为代表的机构投资者所管理的资产规模已达到 80 万亿美元，成为发达国家金融市场的主导力量。机构投资者的迅速发展，不仅在宏观层面上提高了资本市场的定价效率，促进了资源的有效配置，在微观个体方面也促进了上市公司治理机制的完善，对发达国家金融体系产生了重大深远的影响。

图 1-1 2009 年末全球资产管理规模（单位：万亿美元）



资料来源：伦敦国际金融服务局（IFSL），2010。

2001 年，我国证券监管当局提出“超常规发展机构投资者”的思路，我国资本市场的机构投资者经历了十年的黄金发展。期间 2005 年至 2007 年末的一波强劲牛市所显现出的巨大财富效应，更是引起家庭部门规模巨大的资产替代行为，股票和基金在家庭资产配置中的比重不断上升，加速促使我国的机构投资者取得了跨越式的发展。随着我国市场投资主体机构化的趋势日益明显，机构投资者越来越掌握我国资本市场的话语权，其规模和实力已不可同日而语。

20 世纪 80 年代以来，发达国家机构投资者的行为模式逐渐由简单地使用“华

尔街规则”(Wall Street Rule)转变为推崇“股东积极主义”(Shareholder Activism),学术界对机构投资者参与公司治理的研究亦迈上了一个新的台阶。通过国内外相关研究成果的梳理发现,先前的研究大多考察机构投资者持股和公司治理之间的关系,主要通过反接管提案、经理人薪酬设计、并购、研发支出等“特定事件研究”的方式,分析机构投资者在公司治理和决策方面所扮演的角色。但是,先前的研究成果存在以下四个方面的问题:(1)治理机制变量考虑的范围过于狭窄,仅仅通过董事会规模和独立董事比例两个指标难以全面反映公司的治理机制状况;(2)先前的研究仅仅考察机构投资者总体或证券投资基金对上市公司治理机制的偏好,不但机构投资者的定义不明确,而且没有细分机构投资者的类型进行独立分析比较;(3)先前多数的研究仅从单方面关注机构投资者对上市公司治理机制的偏好或机构投资者对上市公司治理机制的促进作用,即使两方面同时研究时也多数忽略了模型的内生性问题;(4)先前的研究用年份数据较少,时间跨度仅为2-3年,样本量稀少,且控制变量的选取也有所欠缺,导致回归结果的可信度大大降低。

目前,学术界关于机构投资者对公司治理机制的偏好及影响结论不一,且存在上述四个方面的问题,因此,本文尝试从数据分析和实证研究的角度出发,具体探索机构投资者总体及机构投资者个体对上市公司治理机制的偏好及影响,研究机构投资者是仅仅奉行简单的用脚投票的“华尔街规则”,还是采取了“股东积极主义”,促进了上市公司的治理机制?

以上问题的探索研究,有助于我们了解机构投资者的公司治理机制偏好和投资决策行为,丰富已有的学术研究,对上市公司治理机制的改善和机构投资者结构的协调发展具有重要的参考意义。

1.2 研究思路和研究框架

1.2.1 研究思路

本文的核心部分是在对国内外学术界相关研究成果进行系统回顾和梳理的基础上,采用实证研究的方法,考察机构投资者总体及个体对公司治理机制的偏好及影响。

首先, 本文通过借鉴 Brian J. Bushee, Mary Ellen Carter & Joseph Gerakos (2010) 的研究成果, 构造出衡量公司治理机制的测度指标: “董事会构成”, 包括董事会规模、非独立董事比例、董事长是否兼任总经理、是否有董事在上市公司及其股东单位兼任、独立董事董事会会议缺席情况五个方面。然后, 通过建立面板数据模型, 运用 OLS 和 IV 工具变量法进行回归结果比较参照, 详细分析机构投资者总体及个体对上市公司治理机制的偏好及影响。在此基础上, 提出相应的政策建议。

1.2.2 研究框架

第一章为导论部分, 主要包括选题背景和研究问题的引出、研究思路和研究框架的阐述以及研究创新和未来展望的介绍。

第二章对相关理论文献进行了回顾, 从机构投资者参与公司治理行为和机构投资者参与公司治理视角两大方面对国内外学术界的既有研究成果进行归纳和整理。

第三章介绍了机构投资者参与公司治理的原因和途径。

第四章详述了我国机构投资者的发展及影响我国机构投资者参与公司治理的内外部因素。

第五章为本文的实证研究部分, 主要是通过构建面板数据模型, 运用 OLS 和 IV 工具变量法来量化比较分析机构投资者对公司治理机制的偏好及影响。具体的实证研究分成机构投资者个体对上市公司治理机制的偏好及影响和机构投资者总体对上市公司治理机制的偏好及影响两大部分。

第六章总结了实证研究部分的主要结论, 针对性地提出我国机构投资者发展及促进上市公司治理的政策建议。

1.3 研究创新和未来展望

1.3.1 研究创新

通过解决前文提出的先前研究存在的四个问题, 本文的学术贡献主要体现在:

(1) 治理机制变量考虑的范围包括董事会规模、非独立董事比例、董事长是否兼任总经理、是否有董事在上市公司及其股东单位兼任、独立董事董事会会议缺席情况五个方面，能够更加全面地反映上市公司的治理机制状况，填补了国内学术这个方面的空白；

(2) 不但从机构投资者总体的角度研究对上市公司治理机制的偏好和影响，还扩展了研究的范畴，通过细分机构投资者的类型逐个进行深入的比较研究；

(3) 在考虑模型内生性问题的基础上，对面板数据分别运用 OLS 和 IV 工具变量法进行回归比较，研究机构投资者是否遵循“华尔街规则”和“股东积极主义”两种行为方式；

(4) 选取时间跨度为 5 年的年份数据进行大样本实证检验，同时引入了多个维度的控制变量，大大克服了变量内生性问题，提高回归结果的可信度。

1.3.2 研究展望

第一，本文的公司治理变量创新包括董事会规模、非独立董事比例、董事长是否兼任总经理、是否有董事在上市公司及其股东单位兼任、独立董事董事会会议缺席情况五个方面，衡量的是公司治理最核心的董事会的治理效率，反映的是对管理层的内部监管机制。而更为全面的公司治理要兼顾考虑对管理层的外部监管机制，即公司章程中规定的股东的各项权利，包括敌意收购应对、公司选举及章程修订、高管和董事与公司债务的隔离及离退休保障计划的制定、反收购条款的制定等。但是目前获取关于公司章程中股东权利的相关数据极富挑战性，希望后续研究能够获得相关数据支持。

第二，鉴于机构投资者参与公司治理的指标和基础数据无法获得，本文只能以机构投资者持股比例作为替代变量加以研究，而其是否真实参与了上市公司治理，发挥了积极股东的作用，是值得商榷的。如果上市公司能够详细披露机构投资者参与公司治理的情况，那么就可以精确地研究机构投资者的投资意图及其对上市公司治理状况的影响。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库